

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Alejandro González y Alejandro Vera



MAYO 18 DE 2010

EDICIÓN 43

MERCADOS DERIVADOS Y CÁMARAS CENTRALES DE CONTRAPARTE

Para los mercados financieros las situaciones de poscrisis son periodos obligados de reflexión: ¿qué se hizo mal? ¿Dónde estuvieron los excesos o, definitivamente, cuáles son los productos que deben eliminarse? En particular, los instrumentos financieros estructurados alrededor de complejos modelos matemáticos están en la palestra de los analistas y de los organismos de control, pues de allí surgió buena parte de los excesivos apalancamientos. Sin embargo, esos productos no necesariamente deben desaparecer, sino que requieren de un cuidadoso análisis para determinar si su contabilidad fue o no la adecuada y si cabe atenuar los llamados “riesgos de contraparte” mediante mecanismos centralizados.

Recientemente, la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC) inició investigaciones a diversas entidades financieras por aparentes fraudes en la estructuración de obligaciones colateralizadas (*collateralized debt obligations* - CDO) que permitían apostar en contra de la estabilidad del mercado hipotecario.

Todos estos episodios han generado un ambiente de endurecimiento de la regulación financiera a nivel global y la búsqueda de una mejor supervisión. Se viene hablando no sólo de duplicar los requerimientos del llamado capital tangible (elevándolo del 4% al 8% de los activos bancarios), sino también de limitar el apalancamiento a través de operaciones derivadas. Igualmente, se quiere restringir a nivel global la posibilidad de operar donde se presenten

La crisis financiera de 2007-2009 se originó en los instrumentos estructurados a partir de distintos títulos con contenido crediticio, tales como hipotecas o préstamos corporativos.

menos obstáculos al apalancamiento. Esto exigirá una gran coordinación regulatoria global para evitar el llamado arbitraje regulatorio transnacional.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos las perspectivas de las reformas al mercado de derivados. En particular, veremos el importante papel que cumplen las cámaras centrales de contraparte (CCC) a la hora de mitigar el riesgo sistémico. Dichas CCC constituyen una estructura clave cuando se trata de frenar los riesgos en cascada que se generan cuando fallan algunas contrapartes. Veremos, brevemente, el desarrollo de estas CCC tanto a nivel internacional como en Colombia.

El riesgo de contraparte y la novación

La crisis financiera de 2007-2009 se originó en los instrumentos estructurados

a partir de distintos títulos con contenido crediticio, tales como hipotecas o préstamos corporativos. Estos productos son una mezcla de activos transformados intertemporalmente. La valoración de estos productos es bastante compleja, pues influyen múltiples factores que son cambiantes con el ciclo económico. Por ejemplo, una cartera hipotecaria titulizada tiene diferentes probabilidades de impago en función de la zona geográfica, el estrato social y, dentro de ellos, según la “cosechas de originación” de dichos créditos en el tiempo.

Los bancos de inversión procedieron a transar estos activos estructurados mediante contratos bilaterales, en función de diferentes disparadores de cartera impaga. Sin embargo, la crisis de 2007-2008 generó un efecto cascada que arrastró porciones que se creía tenían una baja probabilidad de cesación de pagos (... aparecieron los llamados “cisnes negros”). Los activos subyacentes que respaldaban dicha cartera se desvalorizaron fuertemente y ello indujo a solicitar mayores respaldos en momentos en que escaseaba la liquidez. Se “llamaron a margen” múltiples operaciones y se generó un grave problema sistémico global.

Cabe recordar que Lehman Brothers había acumulado una gran cantidad de derivados de este tipo, la mayoría con subyacente hipotecario *subprime*. Con el estallido de la burbuja hipotecaria en 2007-2008, la relación Valor del Crédito/Valor de la Vivienda se disparó (por caída del denominador). Esto indujo a que se en-

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



MAYO 18 DE 2010

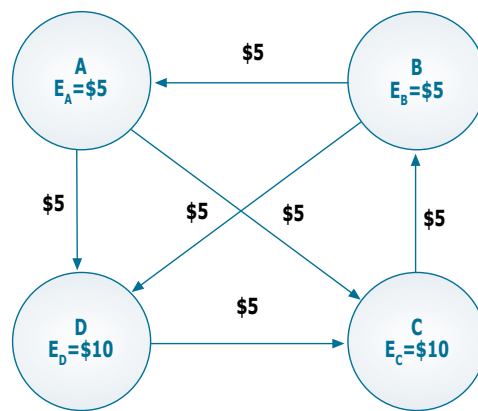
PÁGINA 2

tragaran muchas viviendas en dación de pago a los bancos y ello devino en una espiral de desvalorizaciones de la cartera hipotecaria (ya titulizada). Dado que la mayoría de estos contratos derivados se transaban bilateralmente, el mercado entró en la fase de pánico, obligando al gobierno a intervenir y proceder a limpiar esos “activos tóxicos” del sistema financiero.

¿Pero acaso esas operaciones no estaban aseguradas? En efecto, el grueso de esas titularizaciones hipotecarias *subprime* estaba asegurado a través de *credit default swaps* (CDSs), garantizados en alta proporción por la aseguradora AIG. Sin embargo, esta entidad no colocó suficiente capital para respaldar dichas garantías, sino simplemente procedió a cobrar las primas de seguros. Cuando se llamaron dichas garantías, AIG buscó una liquidez que no existía. Nuevamente, el gobierno estadounidense tuvo que salir al rescate de AIG y capitalizarla por cerca del 80% de su valor patrimonial.

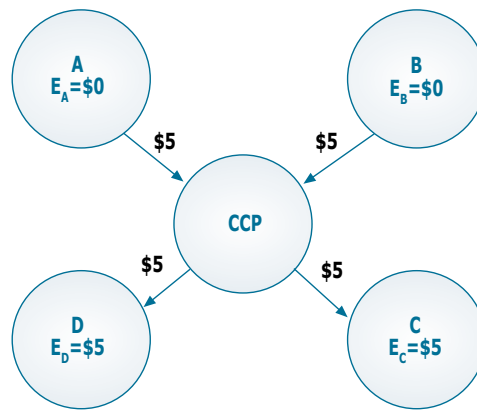
Como se ve, buena parte del problema radica en la falta de una CCC que compense y liquide multilateralmente dichos instrumentos derivados. En mercados en los que los contratos bilaterales son la norma, los riesgos de contraparte son elevadísimos. El gráfico 1 ilustra el caso de cuatro contrapartes teóricas. Si, por ejemplo, se interrumpieran las transacciones, C debería pagar a B \$5 (el número sobre la flecha) y,

Gráfico 1. Compensación y liquidación multilateral de derivados



Fuente: John Kiff para el FMI.

Gráfico 2. Compensación y liquidación de derivados con cámara central de contraparte (CCP)



Fuente: John Kiff para el FMI.

además, a C le costaría \$10 reemplazar los contratos con A y D (el número dentro del globo).

Ante esta situación, las CCC forman parte de la solución. Estas instituciones se interponen entre los participantes que negocian los instrumentos derivados. Para lograrlo, hacen uso de un instrumento legal conocido como la *novación*, en el que la obligación legal mutua es reemplazada por obligaciones con la CCC. El gráfico 2 ilustra cómo funciona este mecanismo que, eventualmente, mitiga la exposición neta (hasta, incluso, llegar a eliminarla).

Sin embargo, para que las CCC efectivamente mitiguen los riesgos, es necesario ofrecer los incentivos para que los derivados pasen del mercado multilateral al sistema interpuesto. El problema es que la CCC tiene costos, pues requiere disponer de un colateral líquido (sin remuneración) para garantizar las “llamadas al margen”. Así mismo, en el caso de posiciones de derivados abiertas en el balance, es posible que las autoridades exijan provisiones adicionales de capital.

Para estimular el tránsito hacia las CCC es fundamental que se haga explícita la obligación legal de transar ciertos tipos de instrumentos derivados a través de ellas. Esto implica fortalecer los mecanismos de regulación y vigilancia, con especial énfasis en la coordinación internacional. Resolver este tema es crucial para evitar que, en el futuro, se repita el arbitraje regulatorio que dio origen a la crisis.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



MAYO 18 DE 2010

PÁGINA 3

En segundo lugar, existe una tendencia a endurecer las regulaciones sobre las CCC a nivel global. Se trata de poder enfrentar la concentración de riesgos de contraparte y operativos en dichas CCC.

Los mercados derivados en Colombia

La Ley 964 de 2005 marcó un hito en el mercado de capitales local al organizar las actividades relacionadas dentro de un esquema regulatorio estable que ofrecía seguridad jurídica. De ella emanan distintos decretos que reglamentan las operaciones que se pueden realizar y el diseño de la infraestructura que las soporta. Dos de las regulaciones más importantes han sido el Decreto 2893 de 2007, el cual reguló el alcance de las CCC, y el Decreto 1796 de 2008, focalizado en los instrumentos derivados.

Por un lado, el Decreto 2893 de 2007 estableció las reglas de gobierno corporativo, incluyendo miembros independientes en la junta directiva y estructuras societarias. Allí se detallan las condiciones de capitalización y funcionamiento de las CCC.

Por otro lado, el Decreto 1796 es una normatividad comprensiva de los instrumentos derivados. Con este Decreto se amplió el uso de derivados con subyacente crediticio y la forma de los portafolios de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera (ver *Enfoque* No. 35 de julio de 2009). Todo ello ha tenido un efecto positivo sobre el mercado financiero colombiano.

A marzo de 2010, las operaciones sobre derivados alcanzaron \$1.4 billones. Buena parte de este despegue viene del aumento en la oferta de instrumentos disponibles para transar: existen los futuros sobre

La Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia inició operaciones en 2008 y constituye la “arquitectura” requerida para impulsar el mercado de derivados en Colombia.

títulos de deuda pública, sobre tasa de interés, recientemente, sobre las acciones de Ecopetrol y Bancolombia. También se ha venido perfeccionando la infraestructura para apoyar dichas transacciones.

La Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia inició operaciones en 2008 y constituye la “arquitectura” requerida para impulsar el mercado de derivados en Colombia. Si bien los montos negociados a través de ella son todavía moderados, la Cámara tiene un esquema de aseguramiento operativo que reduce al mínimo los riesgos asociados a ella. Aun así, las perspectivas de integración bursátil de Colombia con Chile y Perú requerirán continuar perfeccionando su esquema regulatorio.

Conclusiones

La crisis financiera internacional del período 2007-2009 hizo evidente una serie de fallas regulatorias, especialmente en lo referente a productos estructurados, tales como titularizaciones y derivados. Los instrumentos derivados con subyacentes

hipotecarios “estallaron” en las manos de instituciones crediticias que terminaron por arrastrar a la quiebra a múltiples entidades financieras. El pánico financiero requirió la intervención presupuestal de Estados Unidos en montos que representaron cerca del 14% del PIB (sumando los paquetes TARP-Estímulo Económico). Dado que la mayoría de estos títulos se compensaba y liquidaba a través de contratos bilaterales, la tensión financiera se expandió hacia todo el sistema financiero de Estados Unidos y, de allí, hacia el resto del mundo. Hubo fallas no sólo de carácter contable y regulatorio, sino en la misma supervisión y seguimiento de estas operaciones estructuradas.

Las CCC son parte de la solución a los problemas en los mercados derivados. De un lado, reducen la exposición de los participantes en derivados al ejercer de contraparte en cada una de las operaciones (por medio del mecanismo de *novación*). De otro lado, mitigan el riesgo sistémico al netear simultáneamente las posiciones de todos los participantes. Sin embargo, es necesario abordar distintos temas pendientes para reforzar la autoridad de las CCC.

Por último, vale la pena destacar que en Colombia se ha avanzado en el tema de los derivados, lo que ha convertido a la CCC en una parte importante del engranaje del mercado de capitales del país. Si bien los volúmenes que maneja en este momento la Cámara de Riesgo Central de Contraparte son moderados (\$1.4 billones en marzo), cabe ser optimista gracias a la divulgación de la utilidad de los derivados como instrumentos de cobertura (particularmente en lo referente a la tasa de cambio y las tasas de interés).

Escribanos sus comentarios a: vduran@deceval.com.co o crojas@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.